

Jacek Welc

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

WPLYW MONOTONICZNOŚCI ZMIAN ZYSKÓW SPÓŁEK NA ICH WYCENĘ GIEŁDOWĄ

Streszczenie: Rynki kapitałowe cenią stabilność i wzrost, co oznacza, że spółki wykazujące stabilnie i trwale rosnące zyski są przeciętnie wyceniane wyżej niż firmy notujące trwale spadki zysków. W związku z tym w wycenie spółek wykazujących trwale wzrosty/spadki zysków dostrzegalna jest premia/dyskonto, odzwierciedlająca przekonanie rynku o prawdopodobnej kontynuacji dotychczasowego wzrostu/spadku zysków. Zaprezentowana w artykule analiza empiryczna wykazała, że na koniec marca 2010 r. polskie spółki wykazujące monotoniczne tendencje spadkowe zysków operacyjnych w latach 2006-2009 notowane były z przeciętnym dyskontem wynoszącym 5,1%, natomiast spółki wykazujące monotoniczne trendy wzrostowe zysków notowane były z przeciętną premią równą 16,9%.

Słowa kluczowe: wycena firm, prognozowanie zysków, stabilność zysków, dyskonta i premie w wycenie.

1. Wstęp

Wartość spółek stanowi pochodną oczekiwań inwestorów odnośnie do przyszłych zysków oraz ryzyka inwestycyjnego. Oczekiwania dotyczące przyszłych zysków stanowią z kolei następstwo m.in. historycznych trendów zysków. Ponieważ prognozowanie zysków jest obarczone wysoką niedokładnością, inwestorzy cenią spółki o stabilnych trendach wzrostowych zysków oraz często unikają spółek o stabilnych trendach spadkowych zysków. Oznacza to, że spółki o monotonicznych wzrostach zysków powinny być notowane z premią (oczekiwania trwałości wzrostów zysków zwiększają bowiem fundamentalną wartość spółki), zaś spółki monotonicznie zmniejszające zyski powinny być notowane z dyskontem.

W artykule zbadano wpływ monotoniczności trendów zysków operacyjnych polskich spółek w latach 2005-2009 na relatywne wartości ich mnożników wyceny na koniec marca 2010 r. W niniejszym badaniu monotoniczność zdefiniowano jako jednokierunkowość zmian we wszystkich okresach poddanych analizie (monotoniczny wzrost/spadek zysku w latach 2006-2009 ma zatem miejsce, gdy w każdym z lat tego okresu zysk zwiększył się/zmniejszył się w stosunku do roku poprzedniego).

2. Podstawy teoretyczne

Podstawowym modelem wyceny akcji jest model zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Ponieważ w długim okresie suma zysków netto nie powinna istotnie różnić się od sumy wolnych przepływów pieniężnych (choć w krótszych okresach wielkości te mogą od siebie odbiegać), dla uproszczenia wolne przepływy mogą być zastąpione zyskami. Załóżmy najprostszy przypadek stałego tempa wzrostu zysków. W sytuacji takiej wartość akcji wyraża się formułą:

$$C_t = \frac{Z_t(1+g)}{r-g}, \quad (1)$$

gdzie: C_t – wartość jednej akcji na koniec okresu t ,
 Z_t – zysk na jedną akcję w okresie t ,
 r – stopa dyskontowa,
 g – stałe przyszłe tempo wzrostu zysków spółki.

Jak wynika z formuły (1), wartość akcji stanowi pochodną aktualnych zysków, oczekiwanego tempa wzrostu zysków oraz kosztu kapitału. Oczekiwane wartości tych zmiennych stanowią zatem podstawę wyceny.

Również mnożniki wyceny, będące popularnym narzędziem wyceny, mają teoretyczne podstawy w opisanym modelu. Mnożnik cena do zysku, najczęściej wykorzystywany [6], może być wyprowadzony z modelu zdyskontowanych przepływów przez podzielenie lewej strony formuły (1) przez zysk przypadający na jedną akcję [8]. Analogiczne przekształcenia dla innych mnożników pozwalają uzyskać teoretyczne podstawy ich wartości.

W przypadku mnożnika cena do zysku zachodzi następująca relacja:

$$C_t / Z_t = \frac{1+g}{r-g}, \quad (2)$$

gdzie: C_t/Z_t – wartość jednej akcji na koniec okresu t ,
 pozostałe oznaczenia jak w formule (1).

W przypadku mnożnika cena do wartości księgowej zachodzi następująca relacja:

$$C_t / WK_t = \frac{Z_t}{WK_t} \frac{1+g}{r-g}, \quad (3)$$

gdzie: C_t/WK_t – mnożnik cena do wartości księgowej na koniec okresu t ,
 WK_t – kapitały własne na jedną akcję na koniec okresu t ,
 pozostałe oznaczenia jak w formule (1).

W przypadku mnożnika cena do przychodów zachodzi następująca relacja:

$$C_t / P_t = \frac{Z_t}{P_t} \frac{1+g}{r-g}, \quad (4)$$

gdzie: C_t/P_t – mnożnik cena do przychodów na koniec okresu t ,
 P_t – przychody na jedną akcję w okresie t ,
pozostałe oznaczenia jak w formule (1).

Jak widać, teoretyczne wartości mnożników wyceny są tym wyższe, im wyższe jest oczekiwane tempo i kierunek zmian zysków oraz im niższa jest stopa dyskontowa (będąca dodatkowo skorelowana z ryzykiem inwestycyjnym). Badania wskazują jednak na wysoką niedokładność projekcji wyników finansowych, zarówno sporządzanych przez analityków, jak i otrzymywanych z metod ekstrapolacyjnych [13; 2; 4; 9; 14]. Badania świadczą również o długoterminowej rewersji fundamentów spółek w kierunku poziomów przeciętnych dla całej gospodarki [5; 7; 1; 10; 16]. W przypadku dynamiki zysków oznacza to, że spółki, które w danym roku notują ponadprzeciętnie wysoką/niską dynamikę, w kolejnych latach wykazują tendencję do spadku/wzrostu tej dynamiki w kierunku poziomów przeciętnych dla wszystkich spółek.

Istnienie rewersji do średniej oznacza, że spółki, które przez dłuższy okres (np. kilku lat) notują monotoniczne wzrosty/spadki zysków (wbrew zjawisku rewersji do średniej), mogą być oceniane przez rynek jako trwale (a nie tylko przejściowo) zwiększające/zmniejszające zyski. Zgodnie z przedstawionym modelem wyceny takie monotoniczne wzrosty/spadki wywierają pozytywny/negatywny wpływ na wycenę akcji. Wynika to z faktu, że przekonanie rynku o trwałości historycznych wzrostów/spadków zysków implikuje relatywnie wysokie/niskie oczekiwane tempo wzrostu zysków (co zwiększa wartość licznika oraz zmniejsza wartość mianownika modelu wyceny). Ponieważ oczekiwany kierunek i tempo wzrostu zysków są dodatnio skorelowane z teoretycznymi wartościami mnożników wyceny, spółki o monotonicznych wzrostach/spadkach zysków powinny być notowane z mnożnikami o wartościach wyższych/niższych niż przeciętne. Oznacza to, że szacunek premii/dyskonta z tytułu monotoniczności wzrostu/spadku zysków można oprzeć na analizie relatywnych wartości mnożników wyceny.

3. Zastosowana metodologia

W ocenie premii/dyskonta, jakie rynek kapitałowy przypisuje spółkom o monotonicznych wzrostach/spadkach zysków, wykorzystano koncepcję przyczynowości Grangera.

Tradycyjna procedura badania przyczynowości za pomocą testu Grangera składa się z następujących etapów [3]:

1. szacuje się regresję zmiennej y względem wszystkich zmiennych ją objaśniających, z wyjątkiem zmiennej x_p , co do której bada się hipotezę dotyczącą jej przyczynowego związku ze zmienną y ,

2. oblicza się reszty tej regresji (oznaczone jako u),

3. szacuje się regresję reszt u względem zmiennych objaśniających, które występują w regresji oszacowanej w punkcie 1., oraz dodatkowo zmiennej x_p ,

4. testuje się hipotezę o przyczynowości, stosując np. statystykę mnożnika Lagrange'a lub statystykę F uzyskaną dla regresji oszacowanej w punkcie 3.

W teście zakłada się, że jeżeli zmienna x_i jest jedną z przyczyn zmiennej y , to jej pominięcie w zestawie zmiennych regresji szacowanej w punkcie 1. skutkuje uzyskaniem reszt, które wykazują istotny związek ze zmienną x_i (zatem zmienna x_i powinna częściowo wyjaśniać kształtowanie się reszt u).

W celu zastosowania koncepcji przyczynowości Grangera w estymacji dyskonta/premii z tytułu monotoniczności spadków/wzrostów zysku wykorzystano mnożnik cena do przychodów. Jego wybór wynika z faktu, iż jego rozkład jest zwykle bardziej symetryczny niż w przypadku innych mnożników, dzięki czemu oszacowane funkcje regresji charakteryzują się stosunkowo wysokim dopasowaniem do danych rzeczywistych [15]. Ponadto przychody, w przeciwieństwie do np. zysków, zawsze przyjmują wartości dodatnie (z wyjątkiem nielicznych spółek nie prowadzących działalności operacyjnej), co umożliwi uwzględnienie większej próby.

W artykule wykorzystano modyfikację opisanej procedury testu Grangera, składającą się z następujących etapów:

1. oszacowano regresję liniową mnożnika cena do przychodów (C/P) względem zmiennych, którymi były wskaźniki finansowe spółek, wykazujące istotny statystycznie związek z analizowanym mnożnikiem wyceny,

2. obliczono reszty tej regresji, czyli różnice między rzeczywistymi wartościami mnożników wyceny a ich wartościami teoretycznymi, otrzymanymi z regresji (oznaczone jako $MW_e - MW_t$),

3. obliczono medianę reszt $MW_e - MW_t$ w dwóch grupach spółek: w spółkach, które w każdym z lat okresu 2006-2009 odnotowały wzrost zysku (w stosunku do roku poprzedniego), oraz w spółkach, które w każdym z lat okresu 2006-2009 odnotowały spadek zysku (w stosunku do roku poprzedniego),

4. zweryfikowano hipotezę, że mediana reszt $MW_e - MW_t$ w grupie spółek monotonicznie zwiększających zyski przyjęła wartość dodatnią (co oznacza, iż spółki te są przeciętnie notowane z premią), natomiast w grupie spółek monotonicznie zmniejszających zyski przyjęła wartość ujemną (co dowodzi, że spółki te są przeciętnie rejestrowane z dyskontem).

W analizie posłużono się zyskiem operacyjnym w celu uchwycenia efektu monotoniczności zmian zysków wypracowywanych na podstawowej i pozostałej działalności operacyjnej (pomijając działalność finansową oraz wpływ bieżących i odroczonej podatków). Na zyski netto znaczny wpływ mają często pozycje przychodów i kosztów finansowych, jak również trwałe i przejściowe różnice między wynikiem bilansowym a dochodem podatkowym.

Regresję liniową mnożnika cena do przychodów (C/P) oszacowano na dzień 31 marca 2010 r. Zmienną objaśnianą regresji stanowiły mnożniki cena do przychodów, obliczone według następującej formuły:

$$C / P = \frac{C_{31.03.2010}}{P_{2009}}, \quad (5)$$

gdzie: C/P – mnożnik cena do przychodów na koniec marca 2010 r.,
 $C_{31.03.2010}$ – kurs akcji spółki na zamknięciu ostatniej sesji z marca 2010 r.,
 P_{2009} – przychody ze sprzedaży spółki w całym 2009 r.

Mnożniki obliczono na koniec marca 2010 r. (a nie na koniec 2009 r.) w celu uwzględnienia upływu czasu, jaki mija od końca roku do dnia, w którym publicznie dostępne są raporty kwartalne wszystkich spółek za ostatni kwartał roku (zawierające dane finansowe za cały rok 2009). W badaniu wykorzystano te spółki, dla których uzyskano wszystkie niezbędne dane, pomijając spółki zagraniczne, instytucje finansowe oraz narodowe fundusze inwestycyjne (ze względu na różnice w stosowanych przez nie zasadach rachunkowości). Pierwotna próba (przed eliminacją obserwacji nietypowych) objęła 308 spółek.

Przed selekcją zmiennych objaśniających w regresji liniowej dokonano eliminacji obserwacji nietypowych. Wykorzystana metoda opierała się na analizie istotności parametrów, uzyskanych dla zmiennych zero-jedynkowych, skonstruowanych dla potencjalnych obserwacji nietypowych. W metodzie tej oszacowano najpierw parametry regresji przed selekcją zmiennych objaśniających (czyli z wszystkimi potencjalnymi zmiennymi objaśniającymi). W celu weryfikacji występowania obserwacji nietypowych obliczono reszty regresji oraz wyszukano obserwację o najwyższej wartości bezwzględnej składnika resztowego. Następnie utworzono zero-jedynkową zmienną, przyjmującą wartość 1 dla zidentyfikowanej obserwacji o najwyższym module reszty oraz wartość 0 dla pozostałych obserwacji. Zmienną tę dodano do zestawu zmiennych objaśniających i ponownie oszacowano parametry regresji. Jeżeli dodana zmienna zero-jedynkowa okazała się istotna statystycznie, przyjmowano, że zidentyfikowana obserwacja ma charakter obserwacji nietypowej, co powodowało jej usunięcie z modelu. Następnie dokonano przeszacowania regresji (po usunięciu zidentyfikowanej obserwacji nietypowej) i zidentyfikowano kolejną obserwację o najwyższym module reszty, po czym skonstruowano kolejną zmienną, przyjmującą wartość 1 w przypadku obserwacji o najwyższym module reszty oraz wartości 0 dla wszystkich pozostałych obserwacji. Zmienną tę dodano do zestawu zmiennych objaśniających, po czym dokonano ponownej estymacji parametrów oraz analizy istotności zmiennych. Procedurę eliminacji obserwacji nietypowych powtarzano do momentu, kiedy i -ta skonstruowana zmienna zero-jedynkowa okazała się nieistotna statystycznie. Ostateczna wersja regresji mnożnika cena do przychodów została zatem oszacowana na podstawie próby obejmującej wszystkie obserwacje (w tym przypadku spółki), dla których nie stwierdzono, iż są to obserwacje nietypowe.

W regresji liniowej mnożnika cena do przychodów jako potencjalne zmienne objaśniające wykorzystano kilkanaście popularnych wskaźników (w tym wskaźniki rentowności, płynności, zadłużenia oraz rotacji). W selekcji zmiennych wykorzystano procedurę regresji krokowej, opisaną w pracy Nilssona i Nilsson [11]. Na każdym etapie regresji oceniano poddawano istotność zmiennych objaśniających na 5-procentowym poziomie istotności (z wykorzystaniem statystyk *t*-Studenta) oraz ogólną istotność regresji (z wykorzystaniem testu F). W celu ograniczenia wpływu potencjalnej heteroskedastyczności reszt na statystyki istotności błędy średnie ocen parametrów szacowano przy wykorzystaniu ważonej metody najmniejszych kwadratów. Wagi poszczególnych obserwacji stanowiły odwrotności modułów reszt uzyskanych przy zastosowaniu klasycznej metody najmniejszych kwadratów [12].

Skonstruowana regresja liniowa mnożników cena do przychodów umożliwiła oszacowanie tzw. wewnętrznych (tzn. uzasadnionych przez fundamenty) mnożników wyceny. Wartości te określają postulowane mnożniki wyceny spółek przy podanych ich fundamentach finansowych. Jednak zwykle rzeczywiste wartości mnożników różnią się od ich oszacowanych wartości wewnętrznych, na co wpływ mają czynniki nie uwzględnione w regresji podstawowej, w tym monotoniczność (lub jej brak) zmian zysków spółek. Jeżeli monotoniczność zmian zysków jest istotnym czynnikiem wpływającym na kapitalizację spółek, wówczas spółki monotonicznie zmniejszające zyski powinny mieć przeciętnie ujemne wartości reszt regresji mnożnika cena do przychodów, natomiast spółki monotonicznie zwiększające zyski powinny mieć przeciętnie dodatnie wartości reszt regresji mnożnika cena do przychodów.

4. Otrzymane rezultaty

Tabela 1. przedstawia rezultaty regresji liniowej mnożnika cena do przychodów. Regresja ta jest istotna statystycznie na poziomie istotności poniżej 1%, co potwierdza, że zachodzą istotne statystycznie związki między mnożnikami cena do przychodów a wskaźnikami finansowymi spółek giełdowych. Charakteryzuje się ona jednak stosunkowo niskim dopasowaniem do danych rzeczywistych (na co wskazuje wartość skorygowanego współczynnika determinacji, wynosząca 0,42), co oznacza, że znaczna część zróżnicowania między mnożnikami wyceny cena do przychodów w poszczególnych spółkach wynika z przyczyn innych niż zmienne uwzględnione w oszacowanej regresji.

W kolejnym etapie badania obliczono medianę reszt oszacowanej regresji mnożnika cena do przychodów w dwóch grupach spółek. Pierwszą grupę stanowiły spółki, które we wszystkich latach okresu 2006-2009 odnotowały wzrost wyniku operacyjnego (w stosunku do roku poprzedniego), natomiast drugą grupę stanowiły spółki, które we wszystkich latach okresu 2006-2009 rejestrowały zmniejszanie się wyniku operacyjnego (w stosunku do roku poprzedniego). Zidentyfikowano 23 spółki tworzące pierwszą grupę (czyli grupę spółek monotonicznie zwiększających zyski) oraz 21 spółek tworzących drugą grupę (tj. grupę monotonicznie zmniejszającą zyski).

Tabela 1. Regresja liniowa mnożnika cena do przychodów na dzień 31 marca 2010 r.

Zmienna objaśniana regresji: mnożnik cena do przychodów ze sprzedaży (C/P) na dzień 31 marca 2010 r.		
Zmienne objaśniające:	Parametry*	Dodatkowe statystyki:
Wyraz wolny	1,31 (284,42)	Liczba obserwacji: 219
Wskaźnik ogólnego zadłużenia**	-0,83 (-67,11)	Skorygowany R-kwadrat: 0,42
Rotacja aktywów***	-0,19 (-39,42)	Statystyka F: 78,92
		Istotność statystyki F: poniżej 0,00001

* w nawiasach podano statystyki *t*-Studenta.

** zobowiązania wraz z rezerwami na koniec 2009 r. / aktywa ogółem na koniec 2009 r.

*** przychody ze sprzedaży w 2009 r. / aktywa ogółem na koniec 2009 r.

Źródło: obliczenia własne, na podstawie danych Notoria Serwis oraz portalu Money.pl.

Zgodnie z otrzymanymi szacunkami rzeczywisty mnożnik cena do przychodów ze sprzedaży (C/P) w grupie spółek monotonicznie zwiększających zyski operacyjne w latach 2006-2009 był na koniec marca 2010 r. przeciętnie o 0,10 wyższy niż mnożnik teoretyczny uzyskany z oszacowanej regresji liniowej tego mnożnika (co potwierdza, że spółki monotonicznie zwiększające zyski są notowane z premią w stosunku do pozostałych spółek). Natomiast rzeczywisty mnożnik cena do przychodów ze sprzedaży (C/P) w grupie spółek monotonicznie zmniejszających zyski operacyjne w latach 2006-2009 był na koniec marca 2010 r. przeciętnie o 0,03 niższy niż mnożnik teoretyczny uzyskany z oszacowanej regresji liniowej tego mnożnika (co potwierdza, że spółki monotonicznie zmniejszające zyski są notowane z dyskontem w stosunku do pozostałych spółek).

5. Interpretacja ekonomiczna

Przeprowadzona analiza umożliwiła oszacowanie przeciętnego dyskonta oraz przeciętnej premii w wycenie spółek wykazujących monotoniczne spadki oraz monotoniczne wzrosty zysków operacyjnych. Tabela 2 przedstawia szacunek przeciętnego dyskonta z tytułu monotoniczności spadku rocznego zysku operacyjnego w latach 2006-2009 oraz szacunek przeciętnej premii z tytułu monotoniczności wzrostu rocznego zysku operacyjnego w latach 2006-2009.

Zgodnie z szacunkami spółki notujące monotoniczne spadki zysku operacyjnego w latach 2006-2009 były notowane z przeciętnym dyskontem wynoszącym 5,1%. Dyskonto to odzwierciedla prawdopodobnie oczekiwaną przez rynek kontynuację historycznego monotonicznego spadku zysku i/lub postrzegane przez rynek zwiększone ryzyko towarzyszące spółkom notującym trwale (a nie tylko np. cykliczne) pogarszanie się wyników. Natomiast spółki rejestrujące monotoniczne wzrosty zysku operacyjnego w latach 2006-2009 były notowane z przeciętną premią wynoszącą 16,9%. Premia ta odzwierciedla prawdopodobnie postrzeganą przez rynek dodatkową wartość płynącą z oczekiwanych dalszych wzrostów zysków i/lub postrzegane zmniejszone ryzyko płynące z historycznej monotoniczności wzrostów zysków.

Tabela 2. Szacunek dyskonta oraz premii z tytułu monotonicznego spadku i monotonicznego wzrostu zysków operacyjnych spółek na dzień 31 marca 2010 r.

1) Mediana mnożnika C/P w grupie polskich spółek giełdowych uwzględnionych w regresji liniowej mnożnika C/P na dzień 31 marca 2010 r.	0,59
2) Mediana reszt regresji liniowej w grupie spółek wykazujących monotoniczne spadki zysku w latach 2006-2009 (razem 21 spółek)	-0,03
3) Mediana reszt regresji liniowej w grupie spółek wykazujących monotoniczne wzrosty zysku w latach 2006-2009 (razem 23 spółki)	0,10
4) Szacunkowe dyskonto wyceny dla spółki wykazującej monotoniczne spadki zysku w latach 2006-2009*	-5,1%
5) Szacunkowa premia wyceny dla spółki wykazującej monotoniczne wzrosty zysku w latach 2006-2009**	16,9%

* $2) / 1) - 1$

** $3) / 1) - 1$

Źródło: obliczenia własne, na podstawie danych Notoria Serwis oraz portalu Money.pl.

6. Wnioski

Rynki kapitałowe cenią stabilność i wzrost, co oznacza, że spółki wykazujące stabilnie i trwale rosnące wyniki finansowe są przeciętnie wyceniane wyżej niż firmy notujące spadki zysków i/lub wykazujące wyższą zmienność (niższą przewidywalność) wyników. W związku z tym w wycenie spółek o trwałych długoterminowych tendencjach wzrostowych zysków dostrzegalna jest premia odzwierciedlająca wiarę rynku w kontynuację stabilnego wzrostu tych zysków. Natomiast akcje spółek o trwałych długoterminowych trendach spadkowych zysków są przeciętnie notowane z dyskontem, które odzwierciedla przekonanie rynku albo o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym, albo o prawdopodobnej kontynuacji dotychczasowego trwałego spadku zysków (co zgodnie z teorią wyceny obniża wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych, a zatem i wartość spółki). Zaprezentowana w niniejszym artykule analiza wykazała, że na koniec marca 2010 r. spółki wykazujące w latach 2006-2009 monotoniczne spadki zysków operacyjnych były notowane z przeciętnym dyskontem równym 5,1%, natomiast spółki wykazujące w tym samym okresie monotoniczne wzrosty zysków operacyjnych były notowane z przeciętną premią równą 16,9%.

Literatura

- [1] Bajaj M., Denis D.J., Sarin A., *Mean Reversion in Earnings and the Use of E/P Multiples in Corporate Valuation*, "Journal of Applied Finance" Spring/Summer 2004, vol. 14, nr 1.
- [2] Brown L.D., *Analyst Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysis: An Alternative Perspective*, "Financial Analyst Journal" 1996, vol. 52, nr 1.

- [3] Charemza W.W., Deadman F.D., *Nowa ekonometria*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1997.
- [4] Dreman D., *Contrarian Investment Strategies. The Next Generations: Beat the Market by Going Against the Crowd*, Simon & Shuster, New York 1998.
- [5] Fama E.F., French K.R., *Forecasting Profitability and Earnings*, "Center for Research in Security Prices Working Papers", Chicago 1999.
- [6] Fernandez P., *Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach Their Conclusions?*, "IESE Business School Research Papers", Barcelona 2002.
- [7] Hwang M., Keil M., Smith G., *Shrunk Earnings Predictions are Better Predictions*, "Applied Financial Economics" 2004, vol. 14, nr 13.
- [8] Jones Ch.P., *Investments. Analysis and Management*, John Wiley & Sons, New York 1998.
- [9] Malkiel B.G., *A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, W.W. Norton & Company, New York 2007.
- [10] Murstein B.I., *Regression to the Mean: One of the Most Neglected but Important Concepts in the Stock Market*, "The Journal of Behavioral Finance" 2003, vol. 4, nr 4.
- [11] Nilsson C., Nilsson J., *A Time Series Approach to Selecting Inflation Indicators*, Sveriges Riksbank Arbetsrapport, Stockholm 1994.
- [12] Nowak E., *Zarys metod ekonometrii*, PWN, Warszawa 1994.
- [13] O'Brien P.C., *Analysts' Forecasts as Earnings Expectations*, "Journal of Accounting and Economics" 1988, vol. 10, nr 1.
- [14] Rothovius T., *Earnings and Analysts' Forecasts*, conference "The American Finance Association Meeting Presentation" (electronic version), University of Oulu 2008.
- [15] Welc J., *The Effectiveness of Fundamentally-Adjusted Price-to-Sales Multiple in Stock Valuation – the Case of Warsaw Stock Exchange*, "International Conference on Finance, Business & Accounting Conference Proceedings", Universiti Tun Abdul Razak, Kuala Lumpur, December 2009.
- [16] Welc J., *Is Sales Growth of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange Mean-Reverting?*, "International Business & Economics Research Conference Proceedings", The Clute Institute, Las Vegas, October 2010.

IMPACT OF MONOTONIC CHANGES OF CORPORATE EARNINGS ON STOCKS' MARKET VALUATION

Summary: Capital markets appreciate stability and growth. That means that companies showing stable and persistently growing earnings are on average valued higher than companies experiencing persistent decreases of earnings. Therefore in market values of companies showing persistent increases/decreases of earnings there is discernible premium/discount reflecting market belief in high probability of continuation of prior earnings growth/decline. The empirical analysis presented in the paper found that at the end of March 2010 Polish companies showing monotonically decreasing earnings in 2006-2009 period were quoted with discount averaging 5.1% and companies showing monotonically increasing earnings were quoted with premium averaging 16.9%.

Key words: company valuation, earnings forecasting, earnings stability, discounts and premiums in valuation.